

高性能钕铁硼和电机业务两大看点

宁波韵升 (600366) 评级: 增持 (首次)

股价: 19.9 元 目标价位: 22.77 元 调研报告

2010 年 9 月 20 日 星期一

TMT 小组

袁 琤 (证书编号: S0630210040002)

021-50586660-8614

yc@longone.com.cn

电子元器件行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	22.77
升值潜力 (%)	14.4%
目标价确定日期:	2010-9-20

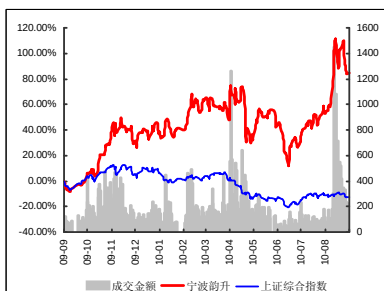
重要数据

总股本(亿股)	3.96
流通股本(亿股)	3.96
总市值(亿元)	78.8
流通市值(亿元)	78.8

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	20.4	22.4
3 个月	30.1	27.1
6 个月	12.7	28.3

个股相对上证综指走势图



投资要点

主要观点: 钕铁硼材料在传统汽车、新能源汽车、变频空调等领域都将有较大发展空间, 另外收购的日兴电机的整合发展、以及上海电驱动在新能源汽车方面的开拓具有潜力。

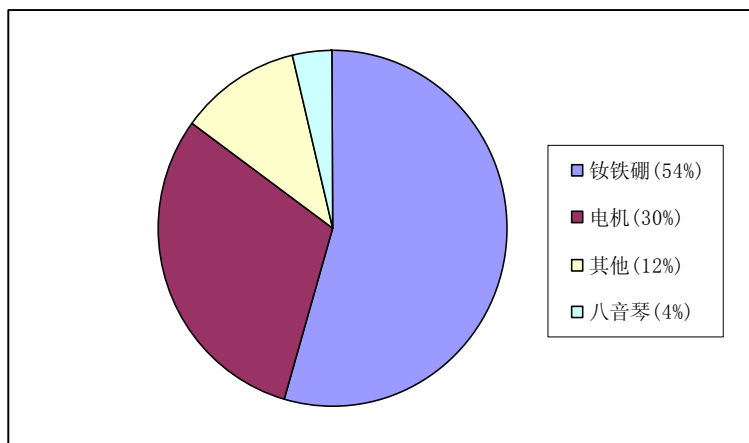
- **公司的主要业务包括: 钕铁硼和电机业务。** 其中钕铁硼 2010 年中期收入 4.7 亿, 占 54%; 而电机业务收入 2.6 亿, 占 30%。钕铁硼中电机磁钢的占比达到 50-60%, VCM 占了 20-30%。目前在汽车上的而应用占比还较小, 主要在 EPS 转向系统、尾气排放装置等。随着汽车的小型化、轻型化的需要, 有望提升应用比例。
- **下游带动上游的模式。** 钕铁硼厂商作为上游材料提供商, 基本属于被动型发展, 下游产品发展进度决定了上游。例如日本在钕铁硼材料在高端产品的优势, 是因为下游厂商的产品开发先进。公司表示将密切关注下游, 配合下游开发新材料产品。**公司综合加工能力突出: 包括电镀、机械以及原材料和配方。**
- **未来国内最大的几个快速发展领域包括: 传统汽车 EPS、新能源汽车、变频空调、风电设备、节能电梯等。** 中国的钕铁硼产量已经占世界的 70%。预计到 2013 年, 以上各类高性能钕铁硼材料的应用能比 2010 年的 1 万吨增加到 2.5 万吨左右。
- **公司的电机业务包括: 宁波电机、日兴电机和上海电驱动。** 宁波电机以轿车类的国内返修市场为主, 希望未来能进入 OEM 市场。日兴电机以卡车、装载车和机械工程车电机为主, 未来旨在拓展国内市场。上海电驱动为公司参股 35% 的公司, 是国内新能源汽车电机和电控产品方面的领先企业。未来随着新能源汽车的启动, 将给公司带来快速的发展。
- **盈利预测。** 我们预测公司 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 0.56 元和 0.69 元和 1.11 元, 给予 2011 年 33 倍 PE, 目标价格 22.77 元, 增持评级。

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,887	997	2,283	2,745	3,542
增长率	-59.1%	-47.2%	129.0%	20.2%	29.0%
营业利润(百万元)	134	779	242	306	489
增长率	-0.6%	481.9%	-68.9%	26.3%	60.1%
净利润(百万元)	106	648	223	275	439
增长率	1.7%	508.5%	-65.6%	23.2%	59.8%
每股净资产(元)	3.38	4.11	4.42	4.90	5.59
每股收益(元)	0.27	1.64	0.56	0.69	1.11
市盈率(P/E)	74.0	12.2	35.3	28.7	17.9
市净率(P/B)	5.9	4.8	4.5	4.1	3.6
ROE(%)	8.0	39.8	12.8	14.2	19.8
EV/EBITDA	10.0	35.8	34.3	29.3	18.8
息率(%)	4.6%	1.6%	1.3%	1.1%	2.1%

1. 公司钕铁硼产品情况

公司的主要业务包括：钕铁硼和电机业务两大块。其中钕铁硼 2010 年中期收入 4.7 亿，占 54%；而电机业务收入 2.6 亿，占 30%。由于 2 月开始把新收购的日兴电机并表，导致电机业务比例有所提高。其他业务如八音琴等已经剥离，上半年还有几个月的收入并表。未来公司的重点也将围绕钕铁硼和电机业务两大方向，其中电机也是钕铁硼下游市场之一。

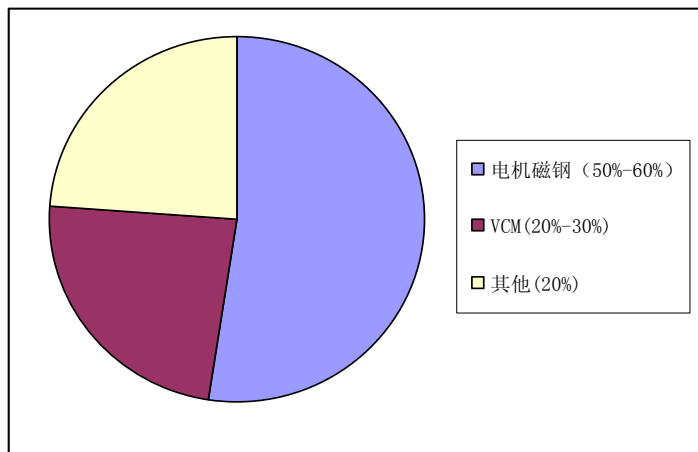
图 1. 2010 年中期公司细分业务占比



资料来源：公司公告

目前公司的钕铁硼产能 5000 多吨，仅次于中科三环 8000 多吨。钕铁硼中电机磁钢的占比达到 50-60%，VCM 占了 20-30%，消费电子占比 15%，不过这部分统计和前面统计有所重叠。其他一些为传统类应用，如：电梯马达、手机振动马达、工业机器伺服电机等。目前在汽车上的应用占比还较小，主要在汽车 EPS 转向系统、尾气排放装置等。随着汽车的小型化、轻型化的需要，钕铁硼作为一种高效的磁性材料，在中高端汽车上将逐渐取代铁氧体的部分应用。

图 1. 钕铁硼细分产品情况



资料来源：东海证券研究所

2. 钕铁硼材料发展模式

下游带动上游的模式。由于钕铁硼厂商属于上游材料提供商，基本属于被动型发展，配合下游厂商来开发新产品。下游厂商要开发新产品，会选择几家上游材料商，共同开发研究。因此下游产品发展进度决定了上游的发展进度。例如日本在钕铁硼材料在高端产品方面具有优势，是因为下游厂商的产品开发做得好，下游带动上游发展。这与我们之前对于横店东磁的了解一致，由于中国缺乏下游厂商的高端产品需求和开发，导致上游的材料供应商只能在中低端产品上发展，而并非上游厂商完全做不了高端的材料。公司表示将密切关注下游，配合下游开发新材料产品。

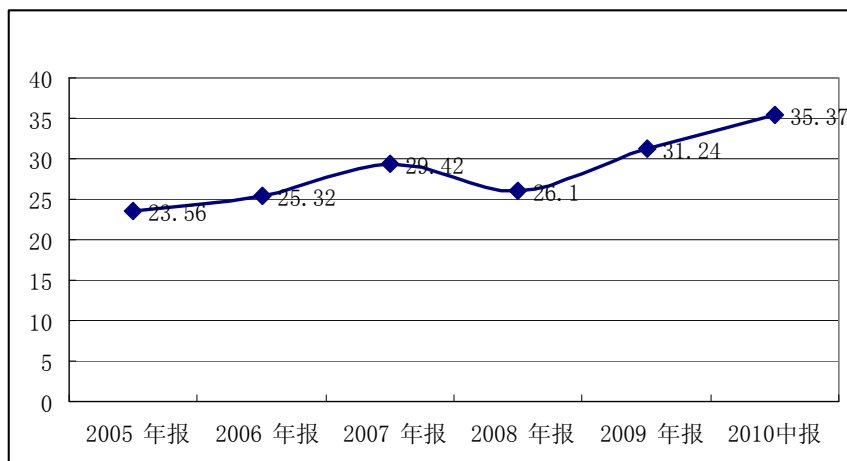
公司综合加工能力突出。以前对于钕铁硼材料商来说，配方是最重要的。但经过这么多年的发展，目前整体的加工能力：包括电镀、机械以及原材料和配方，综合的能力很重要。公司作为一个地处浙江的民营企业，在机加工方面比较突出，包括电镀、机械以及设备的先进性方面都比同类公司要出色。

3. 钕铁硼原材料涨价的问题

公司的原材料占总成本的 60-70%，其中金属钕占了原材料的 50%。近年来稀土材料也经历了涨价的过程，近期国家也出台了稀土资源的整合政策。对公司来说，在 2005 到 2007 年的原材料涨价的过程中毛利率并没有下降，反而从 23% 上升到 29%。

由于原材料涨价对一些厂商的影响更大，涨价使得下游企业的投资更理性，市场竞争更有序。另外公司作为钕铁硼产量较大的公司，有一部分库存也会受益于涨价。而公司的下游客户都是长期合作关系，材料的稳定性和一致性对下游厂商非常重要，一般情况下不会随便更换上游供应商，涨价期间下游厂商也允许公司一定程度的提价。因此原材料只要不是短期大幅波动，对公司的影响不大。

图 2. 2005-2010 年钕铁硼产品毛利率



资料来源：公司公告

4. 钕铁硼的市场情况

中国的钕铁硼产量已经占世界的 70%。例如烧结钕铁硼磁体方面，到 2008 年，全球烧结钕铁硼产量超过 60000 吨，中国占世界总产量的 80% 左右。日本烧结钕铁硼磁体原地踏步，而美国烧结钕铁硼磁体 2004 年后全部消亡。在粘结钕铁硼磁体方面，2008 年全球粘结钕铁硼产量达到了 6000 吨，中国的产量占全球的 70%。

在美国、日本和西欧等发达国家，稀土永磁材料在电机中的应用已占稀土永磁总销售额的 60% 以上。日本在 VCM 中的应用量占稀土永磁的 50% 左右，美国则在航空、航天、军工、汽车和机床等领域电机中的用量最大，欧洲则在数控机床中应用最多。而中国应用最大的领域是音响达到 27%，以及其他中低端的电机等。

在高性能钕铁硼领域，未来国内最大的几个快速发展领域在于：传统汽车 EPS、新能源汽车、变频空调、风电设备、节能电梯等。预计到 2013 年，以上几项的高性能钕铁硼材料的应用能比 2010 年的 1 万吨增加到 2.5 万吨左右，按照每吨 30 万计算，为 75 亿收入。

表 1. 高性能钕铁硼材料需求量（吨）

	2010	2011	2012	2013
风电设备	3250	4350	6000	7700
新能源汽车	170	500	1600	3500
变频空调	760	1200	1900	3000
节能空调	762	1235	1902	2982
传统汽车 EPS	918	1330	1850	2508
传统类其他	4700	4982	5480	6028
总量	10560	13597	18732	25718

资料来源：东海证券研究所

5. 电机业务的情况

公司的电机业务目前主要包括三大块：宁波电机、日兴电机和上海电驱动。

其中宁波电机为公司传统的电机，主要为轿车类的国内返修市场为主，另外有小部分业务涉及国外整车小品牌。2008 年电机收入 2.3 亿，2009 年由于危机有所影响为 1.5 亿左右。传统电机的市场增长较缓，公司希望未来能进入 OEM 市场，但汽车行业的认证周期较长。

日兴电机为公司 2009 年底以 9000 万收购其 79% 股权。日兴电机是以卡车、装载车和机械程车电机为主。例如小松、五十铃等都是他们客户和股东。

由于在中国的市场一直没有打开，日兴也希望借助宁波韵升在本土的优势，来拓展中国市场。对于公司来说，原来以轿车的返修市场为主，借助日兴的技术和经验，以便于进入轿车 OEM 市场和卡车市场，同时也可以为将来新能源汽车电机的研发打下基础。日兴电机原来年收入 5-6 亿人民币，去年亏损 1000 多万，因此公司的 9000 万低于净资产的收购，相对比较便宜。另外公司本次收购只是进入董事会，不改变日本方面的经营。

上海电驱动为公司参股 35% 的公司，是国内新能源汽车电机和电控产品方面的领先企业。2010 上半年实现收入 2900 万收入，64 万利润。目前公司已经开始和一汽、上汽和奇瑞等国内乘用车公司进行混合动力和纯电动车的电机和电控产品的开发工作。未来随着新能源汽车的启动，将给公司带来快速的发展。

6. 盈利预测

我们预测公司 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 0.56 元和 0.69 元和 1.11 元，给予 2011 年 33 倍 PE，目标价格 22.77 元，增持评级。

7. 风险因素

钕铁硼下游新应用拓展缓慢，收购的日兴电机开拓市场滞后。

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,887	997	2,283	2,745	3,542
增长率	-59.1%	-47.2%	129.0%	20.2%	29.0%
营业利润(百万元)	134	779	242	306	489
增长率	-0.6%	481.9%	-68.9%	26.3%	60.1%
净利润(百万元)	106	648	223	275	439
增长率	1.7%	508.5%	-65.6%	23.2%	59.8%
每股净资产(元)	3.38	4.11	4.42	4.90	5.59
每股收益(元)	0.27	1.64	0.56	0.69	1.11
市盈率(P/E)	74.0	12.2	35.3	28.7	17.9
市净率(P/B)	5.9	4.8	4.5	4.1	3.6
ROE(%)	8.0	39.8	12.8	14.2	19.8
EV/EBITDA	10.0	35.8	34.3	29.3	18.8
息率(%)	4.6%	1.6%	1.3%	1.1%	2.1%

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁琤, 电子行业分析师、复旦大学计算机系学士、英国杜伦大学金融投资学硕士, 曾在香港电讯盈科、中国外汇交易中心工作, 3 年行业工作经验, 2007 年 6 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 大立科技、顺络电子、大族激光、横店东磁、青岛软控、恒生电子、长电科技、歌尔声学、法拉电子、华微电子、得润电子等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122